

ハンガリーの銀行改革とユーロの導入

G. バ コ シ

要 旨

ハンガリーは、過去の十数年間銀行システムの根本的再生を行い、不良債権処理や外資による民営化を経て、ユーロ導入の入口まで辿り着いたのである。2004年5月にEUへ加盟しても、ユーロ導入に必要な財政と為替相場の安定性に関する条件の本格化は次の課題となっている。2001年からハンガリーはEUの共通通貨システム、ERM2を受け入れ、バンド型変動相場制を導入した。将来的には、インフレ・ターゲットをどう達成するか、財政赤字削減と為替レートの安定をどう実現するかを本論文は考察する。

キーワード：EU、ユーロ、ハンガリー、銀行改革

1. は じ め に

1990年から始まった中欧諸国の体制転換は社会主義から資本主義への移行だけではなく、世界経済への開放とくにヨーロッパへの回帰も含まれているという意味で二重のプロセスであった。ハンガリーは体制転換前の1988年にすでにEUとハンガリーの輸出に関する障壁の撤廃をめざした貿易と協力協定を結んでおり、1989年にはEUとの外交関係を樹立した。そして、1990年の体制転換直後（1991年）にはハンガリーを（ポーランドおよびチェコスロバキアとともに）準加盟国として受け入れるいわゆる「欧州協定」が調印された。それは人、物、資本、サービスの自由な移動や政治、文化、法律などの調整を目的としたものであった。その後、国内の大幅な民営化と自由化の第一波を経て、1994年にはこの欧州協定が発効し、ハンガリーはEU加盟申請を提出した。8年間にわたるEUとの多面的な調整の結果、2002年に加盟交渉は終了し、2003年のアテネサミットで加盟協定が承認された。ハンガリーは他の新規加盟9カ国と共に2004年5月から正式なメンバーになる¹⁾。

正式メンバーとなって以降も、いくつかの分野ではまだ数年先までEUの法律は適用されない。例えば「物の自由な移動」に関しては、キプロス（2005年12月31日まで）、リトアニア（2007年1月1日まで）、ポーランド（2008年12月31日まで）、スロベニア（2007年12月31日まで）、マルタ（2006年12月31日まで）について、衣料品の販売承認に関する移行措置は認められてい

1) それら10カ国とは、ハンガリー、ポーランド、チェコ、スロバキア、スロベニア、ラトビア、リトアニア、エストニア、キプロス、マルタである。

る。また「資本の自由な移動」については、農地および森林の所得（チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトヴィア、リトアニア、スロバキアにおいて5年間、ポーランドにおいて12年間）や不動産に関して（スロベニアは7年間）保護措置条項を用いることが出来る。これらの分野でEUとの調整が遅れた理由は、国内経済におけるショックが懸念されるからである²⁾。

このような「適用延期」の他に、「棚上げ」措置がとられた分野もあり、そのうち最も重要なのはユーロの導入である。しかしユーロの導入は、国内経済に関する懸念というよりはむしろ、当該新規加盟国の不十分な準備、つまりEUの導入条件がまだ満たされていないことが主な要因である。

本論文では、ユーロ導入への途を検討することとしたい。

II. 銀行制度改革

社会主義諸国における銀行制度は、旧ソ連型のモノバンキング・システムを採用していたが、ハンガリーでは、中央銀行と商業銀行の機能をハンガリー国立銀行（Magyar Nemzeti Bank, 以下MNBとする）が果たしていた。MNBの管理下にはまた4つの専門銀行が存在していた。すなわち、国民向け業務のための国民貯蓄銀行（Országos Takarékpénztár, OTP）、貿易業務のためのハンガリー外国貿易銀行（Magyar Külkereskedelmi Bank, MKB）、国家投資プロジェクト融資のための国家開発銀行（Állami Fejlesztési Bank, ÁFB）、一般融資のための一般金融信用銀行（Általános Értékpapíri Bank, ÁÉB）である³⁾。また、1957年には主として農村家計向け貸出しと貯蓄のための貯蓄組合（Takarékszövetkezetek）が設立された。

こうした銀行制度では、各銀行の営業分野は産業別と地域別に定められ、利子率も固定されていた。このような条件の中で、貨幣の機能は、実物経済の管理に伴う計算単位に限られていた。ただし、一般の家計の分野では、ある程度貨幣本来の機能を果たしていたといえる。交換および価値保蔵の手段として使われていたからである。

1970年代末から始まったハンガリーの西側銀行との結びつきは、この分野の市場経済化への第一歩といってよい。まずハンガリー国立銀行（MNB）とヨーロッパ・日本の主要な銀行が、中欧国際銀行（CIB）を設立した⁴⁾。さらに、ハンガリーは1982年からIMF（国際通貨基金）、

2) とくに、加盟時点では、農地の内外価格における大きな格差によって新規加盟国の国内価格は暴騰し、それによって食料品価格が上昇することで、消費者に大きな負担がおよぶものと思われる。

3) ÁÉBは1922年に企業への融資を目的として設立されたものである。1948年の銀行国有化によって国有化され、また1952年に銀行名はÁÉB Rtに、すなわちÁÉB株式会社に變更された。しかし名称の變更は実態とは無縁であった。

4) 1997年末、MNB（ハンガリー国立銀行）は、34%のシェアをイタリアのパートナーBanca Commerciale Italiana銀行団に移譲し、日本側のパートナー、日本長期信用銀行は5%のシェアを持ちつづけた。しかし1999年、日本長期信用銀行は、そのシェアをイタリアのパートナーに売却し、結局イタリア側は100%の所有権を獲得した。2003年以降イタリア銀行団は名称をGruppo Banca Intesaに變更した。興味深いことに、1979年に株式会社として設立されたCIBは1875年（！）の株式会社法によって登録されたのである。体制転換に向けた新しい会社法は1988年に発効されたので、その意味ではCIBの設立は全面的体制転換を銀行分野で先駆けて行ったケースといえる。

世界銀行（World Bank）および国際金融会社（IFC）に加盟したことを踏まえて、主要国際金融機関との関係も築いたのである。

銀行制度の根本的な変化がスタートしたのは、1987年の（バンキング・システムの）二層化である。二層バンキングとは、市場経済諸国と同様のバンキング・システムを意味している。すなわち、中央銀行は企業や家計と直接関係を持たず、発券機能、貨幣供給量の規制を行い、企業や家計向けの融資は商業銀行にゆだねるという仕組みである。ハンガリーには第二次大戦前にこのような二層バンキング・システムが存在していたが、1948年の国有化で商業銀行はMNBに統合ないし廃止された。1987年の再二層化に際しては、逆に、MNBから当該銀行部門は分離独立され、自由な商業銀行に変わった。これらの銀行は、全国商業信用銀行（株）（Országos Kereskedelmi és Hitelbank Rt, のちに Kereskedelmi és Hitelbank, K&H）、ハンガリー信用銀行（株）（Magyar Hitel Bank Rt）およびブダペスト銀行（株）（Budapest Bank Rt）である。また既存の一般金融信用銀行（Általános Értékforgalmi Bank, ÁÉB）とハンガリー外国貿易銀行（Magyar Külkereskedelmi Bank, MKB）は1987年に、国民貯蓄銀行（Országos Takarékpénztár, OTP）は1989年に商業業務の資格を獲得し、これらの銀行は企業向け・家計向け業務をともに扱う可能性が開かれた。貯蓄と投資の間に直接の関係が設立されたのである。

このように西側型の銀行制度が整ってきたのだが、実際はマネー循環と資本市場はまだ完全に動いていたとはいえない。ハンガリー全体の1990年体制転換まで数年を必要としたのである。この状態の評価については二つのアプローチが可能である。第一は、市場経済化は中途半端で「半貨幣化」の段階で留まっていたという評価であり⁵⁾、もう一つは、システム転換への準備は順調に進んでおり、そのために必要な制度の再編は1989年まで完了されたというものである。（類似の評価は産業改革の分野でも可能である。すなわち、1980年代の大企業組織の分割は民営化の根本的解決ではなく、「中途半端」であったという評価と、1990年からの全面的体制転換で開始された民営化以前に、企業はすでに適切なサイズに再編されていたという評価の存在である。）⁶⁾ バンキング・システムを二層化した1985年には、いうまでもなく、将来銀行制度は「社会主義市場経済」の枠組みのもとで機能していくものと考えられていたのである⁷⁾。さらに、1987年にスタートした商業銀行は、当初2年間は企業からの預金のみ受け入れ、企業に対してのみ融資を行うという資格しかなかった。1989年以降家計向けの業務が許可されたのである⁸⁾。

体制転換の1990年から銀行に関する法制も、西側のルールとの接合を容易にする目的で変更された。中央銀行法（1991年12月）はハンガリー国立銀行（MNB）の業務と権利を規定し、金融機関・活動法（1991年12月）は金融機関の種類、営業分野、監督などを指定し、会計法（1992年1月）と破産法（1992年4月）は国際会計基準、および財産管理のルールを導入した。その

5) 例えば、福田参照

6) チェコ、スロバキアとポーランドでは社会主義時代の大企業組織にふれないまま、体制転換を行い、そのことが民営化の遅れの重要な原因となった。

7) Tarafás (2001)

8) Tarafás (1995)

結果、ハンガリーの銀行制度は改善・近代化され、ハンガリー国立銀行（MNB）の独立および他の銀行との関係が明瞭になり、不良債権処理と破産手続きも透明なものになってきた。

しかしまだ問題は残っていた。移行危機に伴う不良債権処理ならびに銀行の民営化、そしてユーロへの準備である。

Ⅲ．金融危機と不良債権処理

1968年に開始された新経済メカニズムによる漸進的な改革にもかかわらず、1990年以降ハンガリーは他の中欧諸国と同様に移行危機に陥っている⁹⁾。輸入自由化、コメコン市場の崩壊¹⁰⁾、価格の完全自由化と補助金廃止による価格急上昇¹¹⁾、失業、土地再民営化による農業組合解体と農業の崩壊などは銀行の経済環境にも強い打撃を与え、銀行部門にも危機が発生した。銀行の危機の背景には二つの事情が存在する。一つは、西側の銀行ルールがまだ十分に採用されていなかったため、特にリスクマネジメント、準備金、貸出基準の透明性が不十分であったということである。第二は、いわゆる（1990年以降の）移行危機であり、それに適切に対応することは企業にも、銀行にも出来なかったということである。

ルールを徹底的に導入するために、先に述べたとおり、1991～1992年に法制の変更が試みられることになった。新しい法制は厳しく、いわば「法的ショック療法」（legislative shock therapy）¹²⁾ と呼ぶべきものである。会計法によれば、繰り延べ利子収入を銀行口座に記帳することは禁じられ、破産法は貸付金返済を90日以上怠る場合には企業に自己破産手続きの開始を定めている。この破産法によって、輸出企業の約40%は市場から撤退することになった。さらに、BIS（国際決済銀行）規制を満たすため、銀行の自己資本比率を8%まで引き上げることになった。

大幅な不良債権の背景は次のとおりである。すなわち、ハンガリー国立銀行（MNB）から商業化に伴って分離独立した3つの銀行は、分野別に強く集中したコーポレート・ポートフォリオおよび不良債権を相続することになった。その分野とは、(1)重工業、製造業とエネルギー、(2)農業、(3)鉱業およびサービス、である。それらは各分野それぞれに集中しているため、

9) 「移行危機」という現象は、Kornai（1993）によって周知された考え方である。

Kornaiによれば、漸進的改革であるか急進的改革であるかに関わらず、中欧諸国は体制転換によって必ず移行危機に陥る。また、筆者は、ハンガリーの体制転換を分析し、「隠れたショック療法」と指摘したことがある（Bakos 1994）。実のところ、Kornai（1993）およびBakos（1994）はともに、いわゆる「Jカーブ」の考え方を体制転換に適用したものである。すなわち、非効率な経済の改革を目的として体制の転換を試みると、一時的にその経済はより悪化し、その後改善に向かうものと考えるのである。中欧諸国の場合、経済成長率がほとんどゼロに落ち込んだ（遅い）時点で体制転換を試みたために、Jカーブの底はゼロをはるかに下回るマイナスの成長率に陥った。したがって、そうしたマイナス成長の事態を回避するためにはより早い時点で体制転換を行なうことが必要だったのである。しかし、それはゴルバチョフの登場まで不可能であった。

10) 多くの企業において、コメコン向け輸出は全生産額の60～80%を占め、低い品質のためそのシェアをコメコン崩壊後すぐに西側へ転換するのは不可能だった。

11) 1991年に35%

12) Szapáry（2001）

銀行のパフォーマンスは各分野の業績に依存し、リスクを分散させることが困難だったのである。

不良債権処理は概ねに時間的に三つの時期に分けられる¹³⁾。その方針としては1991年末に国家保証、1992～1993年に銀行向けその後企業向け不良債権処理、1993年12月～1994年に銀行への資金注入が適用されることになった。

1991年末の第1段階では、1987年にMNBから分離独立された商業銀行が保有する不良債権の約50%に対して政府が国家保証を提供した。しかし、厳しい新銀行法の発効のため、銀行のバランスはさらに悪化し、また救済政策をとることが必要になった。

1992年から始まった第2段階の措置はまず銀行向けであり、自己資本比率7.25%以下の14商業銀行、69貯蓄組合を対象とした。当該銀行は企業から返済が期待できない債権を政府に売却することになった。1992年以前の不良債権額の50%、1992年の80%、選択された企業債権の100%が政府によって買い上げられた。(買い上げられなかった不良債権分は銀行のリスクファンドの負担となった。) 買い上げのために政府は特別な20年満期の国債を発行し、実際は処理された不良債権の代わりに銀行は国債を保有することになった。発行国債の総計は813億フォリント¹⁴⁾である。大蔵省は、買い上げられた不良債権の40%を国有であるMagyar Befektetési és Fejlesztési Bank (MBFB, ハンガリー投資開発銀行) に売却し、返済期限の調整、債権の交換・抹消で処理を行うことになった。

続いて、同第2段階の1993年後半には、政府は企業向け不良債権処理に着手した。過半を国家が所有する12大企業の不良債権は当該銀行から国債によって買い上げられた。処理の対象とならなかった他銀行からも同様に食品企業と農業企業向け不良債権も買い上げられ、または抹消された。(前年度の旱魃のため借金の返済は不可能であったという理由による。)

前述のように実施された不良債権処理にもかかわらず、1993年12月までに不良債権累積額はさらに増加し、第3段階が不可欠となった。世界銀行・IMFなどの国際金融機関との相談に基づいて、政府は銀行向け資金注入を行うことにし、1993年12月から政府は自己資本比率4%以下の8行(ハンガリー信用銀行、K&H銀行、ブダペスト銀行、貯蓄銀行¹⁵⁾、農業銀行、Dunabank, Agrobank, 産業銀行)に資本注入を行った。そのため、金融機関が1144億フォリント分発行した株式を政府は国債で買い上げ、銀行における国家所有比率は増加した。また、貯蓄組合の健全化には合計1250億フォリント分国債が注入された。

第3段階の最後の処理措置として、1994年5月には注入対象となった前述の8行に新たな資金調達が行なわれ、総額181億フォリント注入で銀行の自己資本比率は4%に達した。前回と同様の方法によって、銀行における国家の所有比率はさらに増え、80%強になった。

不良債権処理のために発行された国債の総額は(1～3段階の合計)3600億フォリントであ

13) Balassa Á. (1996)

14) 1HUF (フォリント) は約0.50円である。

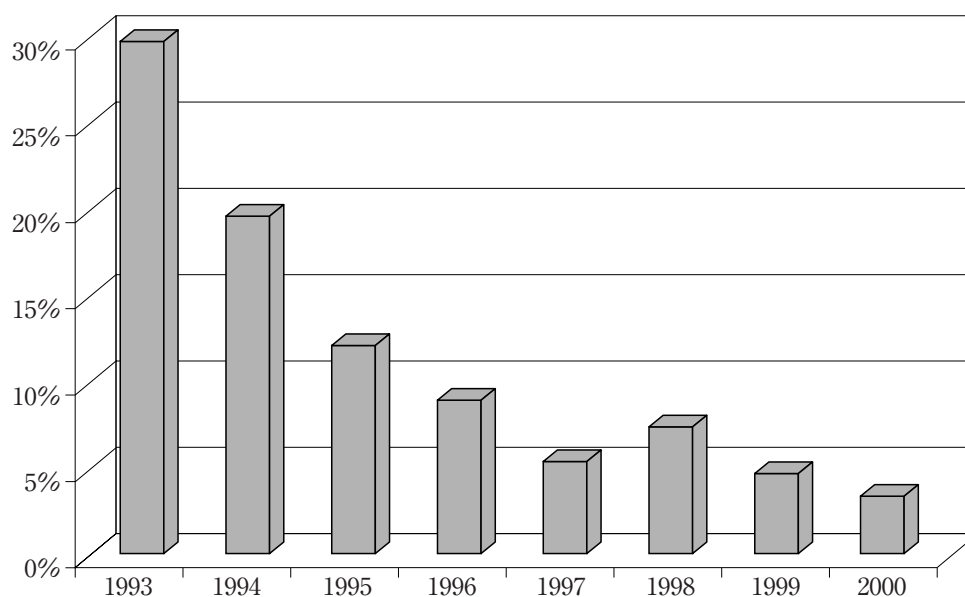
15) Takarékbank (貯蓄組合の共同設立された銀行)。

る¹⁶⁾。

以上の処理金額に、1998年のPostabank（郵便銀行）救済の1500億フォリントを加え、不良債権処理のコストは5500億フォリントにのぼっている。そのために使われた国債の発行は予算を圧迫し、1992年から2000年にかけてGDPの13%となった。ただし、このコストは金融危機に見舞われた他のいくつかの国より低かった¹⁷⁾。

バランスシートの健全化は民営化への最後の一步であった。

図1 ハンガリーにおける不良債権対借金合計（%）



Szapáry (2002), p.11

金融危機の経験から判断すると、危機の原因は銀行による不良債権、不十分なモニタリング、経営破綻ではなく、移行危機を伴う経済状態の深刻な悪化だったといえる。1992年末に始まった救済はむろん銀行に留まらず、関連する負債企業にも拡大していた。銀行の倒産と金融システムの混乱を予防するため、まず、最初に銀行向けの救済措置を行うことは正しかったものと思われる¹⁸⁾。

16) 現在に至るまで不明な点が多少残っている。詳しくは：Langmár-Papp (2003) 参照。

17) Szapáry (2001), p.13

たとえば、アルゼンチン（1980～82）55%、メキシコ（1994～1995）15%、タイ（1997～1999）35%、韓国（1997～1999）20%、チェコ（1990年代）18%、ポーランド（1990年代）6%、スペイン（1977～1985）17%、日本（1990年代）14%である。

18) Balassa (1996)。元銀行連合の総書記であるPulai氏も同意権を主張する。（Pulai氏は銀行制度改革や不良債権処理を管理したチームに参加し、2000年まで銀行連合の総書記、その後同連合の顧問として活躍している。）Rimaszombati (2003)

IV. 銀行の民営化

民営化の目的としては、ハンガリー銀行システムの強化、国内銀行のEU銀行システムへの統合、経営ノウハウと資本金の獲得が指摘される。また海外銀行は新たな活動分野にも参入し、国内銀行競争の活性化に貢献することが期待されていた¹⁹⁾。民営化の方法としては、ハンガリー一流の外資による直接売却、入札が採用された。

民営化が1995年初期にスタートし、同年末までにすでに銀行部門の31%を占める6行の民営化が完了している。銀行における民営化の最初の段階で、ハンガリー政府と欧州復興開発銀行（EBRD）の低い所有シェアにとどまっている。ハンガリー政府とEBRDの存在は、海外投資家が万一困難に遭遇した場合の保障であった。海外銀行の支店も続々参入してきた。2002年の登録資本のほぼ80%は外資である。地理的に近い国々からの参入が多く、ハンガリー、チェコ、スロバキアにおけるオーストリアの銀行のシェアは圧倒的に大きい。ハンガリーの登録資本に占めるオーストリアのシェアは24%、オランダ14%、ドイツ13%、ベルギー12%、ルクセンブルク9%、フランス4%、米国12%である。

外資系銀行のパフォーマンス（ROE, CAR）は国内銀行を上回っている（表2）。

表1 商業銀行の所有権構成、登録資本の割合（%）、2000年

	国 有	他の国内所有	国内所有合計	外資所有	分散ホールディング
チェコ	23.6	21.9	45.5	54.5	
ハンガリー	19.3	13.1	32.4	67.6	
ポーランド	14.9	17.4	32.3	56.6	11.1
スロバキア	50.9	21.0	71.9	28.1	
スロベニア	36.8	51.2	88	12	

Mérő-Valentinyi (2003), p.24

表2 国内と外資系銀行の利益率と自己資本比率、2002年（%）

	ROE		CAR	
	国内銀行	外資系銀行	国内銀行	外資系銀行
チェコ	-1.8	28.9	14.9	14.1
ハンガリー	1.7	18.1	12.1	13.0
ポーランド	8.1	4.6	11.5	14.9
スロバキア	0.9	31.9	24.4	21.1
スロベニア	14.9	5.1	12.1	11.2

Mérő-Valentinyi (2003), p.22

19) K.Mérő-M.E.Valentinyi (2003)

V. 為替レート

体制転換の時点から貿易、とくに輸入の開放や国内価格自由化によって、内外価格は直接の関連をもつようになるので、為替レートの役割は重要である。例えば、ショック療法の「生みの親」と見なされたSachsは、移行期の当初は、金融政策の信頼を得るために固定相場制が望ましい、その後当初期のインフレの沈滞化を経て、競争力を強化するため伸縮的なレートが必要だと述べている²⁰⁾。体制転換の時点ではむしろ為替については経験もなかったし、レートに関連するメカニズムが機能していたとはいえない。事実、中欧諸国の経緯はほぼ同様で、まず固定相場制を導入し、安定化の後レートを伸縮的にする仕組みに転じた。

ハンガリーの体制転換時点から現在に至るまでの為替レート制度は3種類に分けることができる。固定相場制（1990～1995）、クローリング・ペッグ制（1995～2001）、とバンド制（2001～）である。

転換時点では、企業が為替レートに関するリスクを取り扱うためのメカニズム、例えば為替相場市場または銀行間為替市場がまだ存在しなかったため、政府は経常収支とインフレによる固定相場制あるいはその切り下げという方針を決定した。ハンガリー通貨フォリントは外貨バスケットに対して固定され、1990年1月から1995年2月にかけて22回、計87%切り下げられた。バスケットは1991年12月31日まで9つの外貨から成っており、その後1993年8月まで米ドル50%、ECU50%となった。1993年8月にECUはドイツマルクに代替され、1994年5月にバスケットの構成は米ドル30%とECU70%になり、最後に1997年1月からECUの代わりにドイツマルクが採用された。バスケット構成変更の背景には貿易構成の変化あるいは技術的な要因が存在した²¹⁾。

固定相場制の経験に関していえば、頻繁な切り下げに対して為替投機を誘発する危険があった。具体的には、輸入支払いの繰り下げあるいは輸出収入の繰り上げ等が通貨切り下げ直後にはじまった。さらに、各為替レートの変更のタイミングなどについては政府内で活発な討論が行われた²²⁾。経済政治家は概ね切り下げに反対であり、従って累積切り下げ幅は必要より小さく、結果としては実質レートは大幅な過大評価となって、経常収支を赤字化させることになった。

1992年から移行危機の現象がはっきりしてきたため経常収支（1994にGDPの9%超）と財政赤字（1994年にGDPの10%弱）の双子の赤字、インフレの拡大・上昇に対して、1995年3月から当時の大蔵省大臣ボクロシュは彼の名をとって「ボクロシュ・パッケージ」と呼ばれている引き締め政策をスタートさせた。またこの直後、8%の暫定輸入課徴金の導入²³⁾、家族手

20) Sachs (1996)

21) Jakab-Szapáry (1998)

22) 銀行法が定める通り為替レート政策をハンガリー国立銀行（MNB）と政府は共同で決定する。

23) 1997年6月まで適応された。

当の廃止、国家公務員数を1年以内に20%削減する方針を明らかにした。ボクロシュ・パッケージは為替レートの変更を含んでおり、1995年3月13日の9%切り下げと同時にいわゆるクローリング・ペッグ制に転じた。

クローリング・ペッグは、レートの変更を事前に明らかにし、同一方向に小刻みに調整していく仕組みであり、ハンガリーの場合変動幅は $\pm 2.25\%$ に設定された。そしてレートが変動幅の上下限に近づいたとき、幅の中にレートを維持するためMNBは為替売り介入または買い介入を行う。従って、この制度は「進行固定バンド制」であったと言える。クローリング・ペッグの目的は為替投機の予防と国内インフレの調整であった。

表3 フォリントの切り下げ

時点	切り下げ率 (%)	時点	切り下げ率 (%)
1990. 1 .31	1.0	1993. 7 . 9	3.0
1990. 2 . 6	2.0	1993. 9 .29	4.5
1990. 2 .20	2.0	1994. 1 . 3	1.0
1991. 1 . 7	15.0	1994. 2 .16	2.6
1991.11. 8	5.8	1994. 3 .13	1.0
1992. 3 .16	1.9	1994. 6 .10	1.2
1992. 6 .24	1.6	1994. 8 . 5	8.0
1992.11. 9	1.9	1994.10.11	1.1
1993. 2 .12	1.9	1994.11.29	1.0
1993. 3 .26	2.9	1995. 1 . 3	1.4
1993. 6 . 7	1.9	1995. 2 .14	2.0
		1995. 3 .13	9.0

MNB Havi Jelentés, 1998/5

実際の運営は、月当たり切り下げ率が発表され、それにあわせてMNBは各平日にフォリントを切り下げた。表から明らかなように切り下げ率は徐々に1.9%から1.3%、1.0%、0.3%、0.2%まで下がり、フォリントの安定とともにペッグシステムの必要性が失われ、結局2001年10月1日にクローリング・ペッグは停止されることになった。

表4 クローリング・ペッグにおける切り下げ

時点	月当たり切り下げ率 (%)	1日当たり切り下げ率 (%)
1995. 3. 12～1995. 6. 30	1.9	0.060
1995. 7. 1～1995.12.31	1.3	0.042
1996. 1. 1～1996.12.31	1.2	0.040
1997. 1. 1～1997. 3. 31	1.2	0.040
1997. 4. 1～1997. 8. 14	1.1	0.036
1997. 8. 15～1997.12.31	1.0	0.033
1998. 1. 1～1998. 6. 14	0.9	0.030
1998. 6. 15～1998. 9. 30	0.8	0.026
1998.10. 1～1998.12.31	0.7	0.023
1991. 1. 1～1999. 6. 30	0.6	0.020
1999. 7. 1～1999. 9. 30	0.5	0.0163
1999.10. 1～2000. 3. 31	0.4	0.0133
2000. 4. 1～2001. 3. 31	0.3	0.0098
2001. 4. 1～2001. 9. 30	0.2	0.00654

www.mnb.hu/module.asp?id=15&did=869

2001年10月以降存在している為替バンド制では、変動幅は±15%に拡大され、中心レートは2003年6月4日まで276.1HUF/EUR（その際2.26%で切り下げ）、2004年2月に282.36HUF/EUR（上限324.71HUF, 下限240.01HUF）である。レートを上下限内に維持するためにMNBは為替市場介入を行い、介入の限度額は400万ユーロである。

クローリング・ペッグの経験について言えば、レートが固定されていたため、金融政策の手段として利子率が使われた。MNBはフォリントの貯蓄に刺激を与えるために利子率を比較的高いレベルに維持したが、そのため投機的な資本流入が増加した。ある調査によると、大幅に膨らんだ対外債務の1/3は投機的な投資流入であった。当該メカニズムの出発点は、約20%内外金利差である。商業銀行は、海外で10%の金利で借入れをし、その資金で国内では最も高い金利（30%）の国債を購入し、一年後にその格差20%に等しい純益を得る。さらに資本流入の影響によって市場レートはフォリント高となり、中心レートに誘導するためにMNBの介入が必要となる²⁴⁾。

24) Jakab-Szapáry (1998), p.19

VI. 2001年：ユーロに向けて新金融政策

2001年の夏には、金融制度の大きな変更が行われた。様々な調整措置の結果ハンガリーはEUの金融システムに一致することになったのである。

まず、EUの新しいメカニズムを簡単にみてみることにする。

EUの為替相場メカニズム（ERM, Exchange Rate Mechanism）は、1979年に形成されたレート調整メカニズムであった。通貨システムの安定性のために、各国通貨のレートは双務的に固定され、その中心レートの変動幅は $\pm 2.25\%$ に設定された。変動幅は1993年8月から $\pm 15\%$ に拡大された。為替相場を変更するには各国の合意が必要であった。1999年にはEU加盟国はユーロ導入の計画の作成とともに自国通貨のレートを固定し、ERMの意味はなくなった。したがって、ユーロ圏以外の国は自国通貨の中心レートをユーロに対して固定し、市場レートを変動幅以内（ $\pm 15\%$ ）におさめるという義務を負う。ハンガリーは2001年5月に、このERM2システムに加盟した。

同年夏の政策措置は次のとおりである²⁵⁾。

- 2001年5月3日から、MNBは月当たり0.2%のクローリング・ペッグを一時的に続けながら、対ユーロレートの変動幅を $\pm 15\%$ に拡大した。
- 2001年6月18日に国際資本移転が完全に自由化された。
- 2001年6月に対EUインフレ・ターゲットが発表された。
- 2001年8月21日にクローリング・ペッグ制を同年10月1日から停止することが発表された。

資本の国際移動の自由化はフォリントの完全交換性に直接関係しており、次のとおりである。

1990年直前には、外資の誘致のために、外国企業による外貨投資、利益の本国への送金などが自由化された。2001年から外国人の外貨での国内支払い、ハンガリー国民間の外貨建て取引、ハンガリー国民による海外株式・債権の購入、外貨建てまたはフォリント建て信用を海外から受けることあるいは海外に供与することが可能となった。フォリントまたは外貨の無制限の海外への持ち出し、海外からの持ち込み、満期1年未満のハンガリー証券の外国人による取引なども許可された。

以上のようにハンガリー通貨（フォリント）はハンガリー人にとっても、外国人にとっても100%自由で交換性のある通貨となり、国境を超える資本取引も自由化された。

VII. 実質レートとインフレ

為替レートの水準を予測することは、経済学にとって得意な分野ではない。それにも関わら

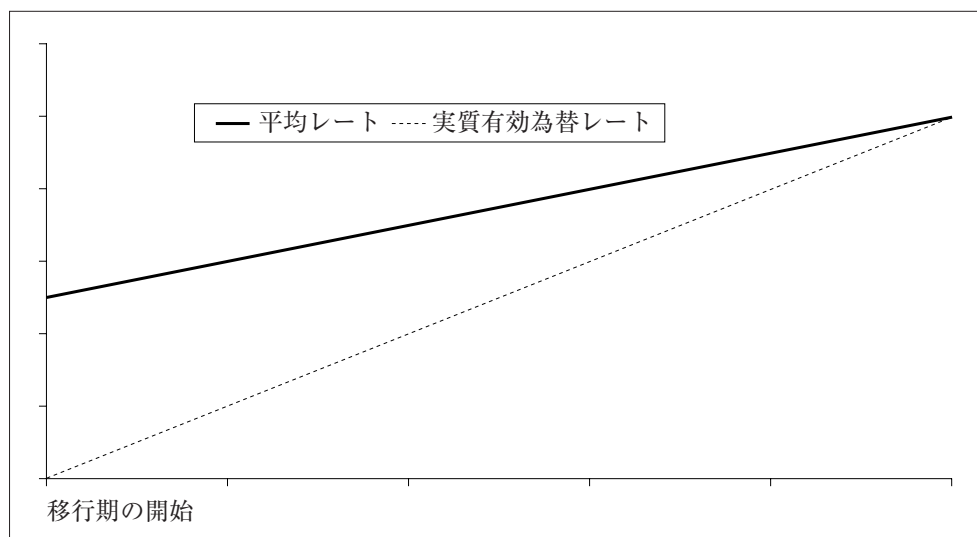
25) A forint útja... (2001)

ず移行期のレートについて最近様々な計算が行われている。その理由はユーロ導入前に為替レートの安定性をどのように達成するかという課題が存在するからである。移行期における構造改革はインフレと為替レートにどのような影響を与えるのか、レートの安定性のためにはどのような政策が必要なのかということである。

実質レートに関する研究については1960年代のBalassa-Samuelsonの想定の新検討が重要であろう²⁶⁾。この想定によれば、途上国が先進国に追いつく時期には、途上国の貿易財の生産性は非貿易財の生産性より早く上昇する。賃金の上昇率は各部門でほぼ同様だから、インフレ率は非貿易財部門の方が相対的により高くなる。結果として、途上国の為替レートは実質的に切り上げとなる。

移行直後、研究者はBalassa-Samuelsonの想定をもとに構造改革のレートに対する影響の計算を試みた²⁷⁾。一般的には、計算結果は移行期における中欧諸国のレートの切り上げを実証している。移行直後の実質レートは実際より低い水準から出発し、移行がすすむにつれて徐々に平均値に到達している。

図2 体制転換後の均衡レートと実質有効為替レート



Halpern-Wyplosz (1997)

モデルの便宜上、貿易財は製造業とし、非貿易財はサービス業として、相対的生産性と内外価格の推移が計算されている²⁸⁾。

ある計算の結果²⁹⁾によれば、1990～2000年の間は、消費者物価ベースで実質レートは計28%

26) Balassa (1964), Samuelson (1964)

27) Black (1994), De Broek-Slock (2001), Halpern-Wyplosz (1997)

28) 基本式は： $r_{ppp} = e^{\frac{p_t}{p}}$ e = 為替レート P_t = 海外物価レベル P = 国内物価レベル。係数の低下は実質レートの切り上げを意味する。

29) Kovács (2003)

切り上げられ、年当たり切り上げ率は3.2%であった。興味深いことに、1990年から1993年にかけて、すなわち移行危機の時期の切り上げ率は8.5%、その後はわずか1%である。実のところ、この（レート切り上げ効果をもつ）為替政策は経常収支の悪化に大きく貢献した。しかし1995年の安定化パッケージの影響によって、2000年におけるハンガリー経済の国際競争力は大幅に改善し、製造業部門の利益は48%上昇した。中長期のシナリオとしては年当たり0.8～2.2%程度のフォリントの実質レート切り上げが推測できるものと思われる。

VIII. ユーロに対する期待

ユーロの導入は様々なメリットをもたらすことが期待できる。そうしたメリットは2種類に分けられる。GDPに対する単発的と、長期的に働く効果である。単発的效果は取引コストの削減から発生する。このフォリント対ユーロの交換に関する手続きや為替保険に伴うコストがなくなれば、GDPの0.18～0.30%の成長率上昇が期待できる³⁰⁾。

通貨同盟への加盟は、長期的に貿易拡大に貢献する。この分野では、Rose (2000) の重力モデル (gravity model) を利用した分析³¹⁾ が最初のものであった。貿易拡大効果にGDP成長効果を加えて、FrankelとRoseは1970～1990年の20年間における180カ国のデータを分析した結果、共通通貨の使用は通貨圏内の貿易を長期的に3倍増加させるという結論に到達した³²⁾。さらにRoseはさまざまな実証結果を検討した結果、2倍の貿易拡大効果を認めたのである³³⁾。

MNB (ハンガリー国立銀行) の研究チームは、結局Rose-van Wincoop モデル³⁴⁾ を選択し、長期的にハンガリーの貿易はユーロ導入によって年当たり0.55～0.76%成長するものと推測した³⁵⁾。

実質金利の減少はさらにGDP成長率を上昇させる。つまり現在の金利には海外投資家にとってのリスクプレミアムが含まれているからである。ユーロ導入によって為替レートとともにリスクプレミアムも除去されるので、実質金利は減少する。より低い金利は投資を刺激しかつ突然の通貨切り下げを恐れる投資家の不安を解消させるだろう。そして投資活動の活発化はGDP成長率を加速することになる。同MNB研究チームの計算によれば、実質金利減少から長期的に0.08～0.13%のGDP成長率の上昇が期待できる³⁶⁾。

ただし、マイナスの効果も考慮すべきである。国家は通常いわゆる貨幣発行益 (seigniorage) を得る。しかし自国通貨がなくなってしまうため、この貨幣発行益を得ることができない。当該ロス是一次だけGDPを減少させ、同チームのモデルによると、-0.17～-0.23%の成長率の

30) Emerson等 (1992) の計算ではEUのGDPに関しては、0.07～0.08%の成長効果を指摘している。

31) Rose (2000)

32) Frankel-Rose (2002)

33) Rose (2002)

34) Rose-van Wincoop (2001)

35) Csajbók-Csermely (2002)

36) 計算にはNIGEMモデルが使用された、詳しくは：Jakab-Kovács (2002) 参照。

下落をもたらす。

取引コストの削除による、一回の0.18～0.30%のGDP成長率上昇に対して－0.17～－0.23%の（貨幣発行益の喪失による）GDP成長率の下落はほぼ同じ程度であり、後者は前者を相殺し、一回のネットのプラス効果はわずか0.01～0.07%に過ぎない。

したがって、貿易拡大と実質金利低下による長期的なGDP成長効果は、0.63～0.89%となるだろう。

また、3つの研究所の経済全体をめぐる共通調査によれば、加盟後のGDP成長効果は0.8%、輸出効果4%、投資効果は4.8%、雇用効果0.3%、実質賃金効果は1.3%であろう³⁷⁾。

2003～2006年の年当たり平均成長率（%）

	加盟の場合	非加盟の場合
GDP	4.0	3.2
輸出	9.6	5.5
投資	9.3	4.5
雇用	0.5	0.2
国民消費	3.9	3.2
実質賃金	4.9	3.6
消費者物価指数	4.2	6.2

Az EU-csatlakozás..., p.37

IX. 導入のシナリオ

EUマーストリヒト条約の目標である通貨同盟加盟に到る道は、ハンガリーの場合概ね次の3段階に分けられる³⁸⁾。

1. EU加盟前の段階

加盟以前の段階でコペンハーゲン基準³⁹⁾に関する条件を満たすためには、法制の改正、投資の自由化、収斂基準を目指す経済政策が必要となる。

2. EU加盟からユーロ導入まで

形式的にハンガリーは経済通貨同盟（EMU）の第3段階目に、金融同盟を除けばすでに、参加している。この段階ではハンガリー国内経済・為替政策をEUと協調させ、MNBは欧州中央銀行制度（ESCB）に加盟して、MNB総裁は欧州中央銀行総会のメンバーとなる。為替基準を満たすための前条件としては、ERM2に対応することが必要になる。

37) Az EU-csatlakozás...

38) A forint útja... (2001)

39) 1993年6月コペンハーゲンで開催された欧州理事会はEU条約要件を確認し、新たな要件を設け、新加盟国（中欧も含む）に関する条件を具体化した。

3. ユーロ導入以降

ハンガリー通貨フォリントはユーロに交換され、ユーロ圏の共通通貨政策はハンガリーにも適用される。MNB総裁は欧州中央銀行理事会の正式メンバーになり、MNBは共通通貨政策を実施することになる。

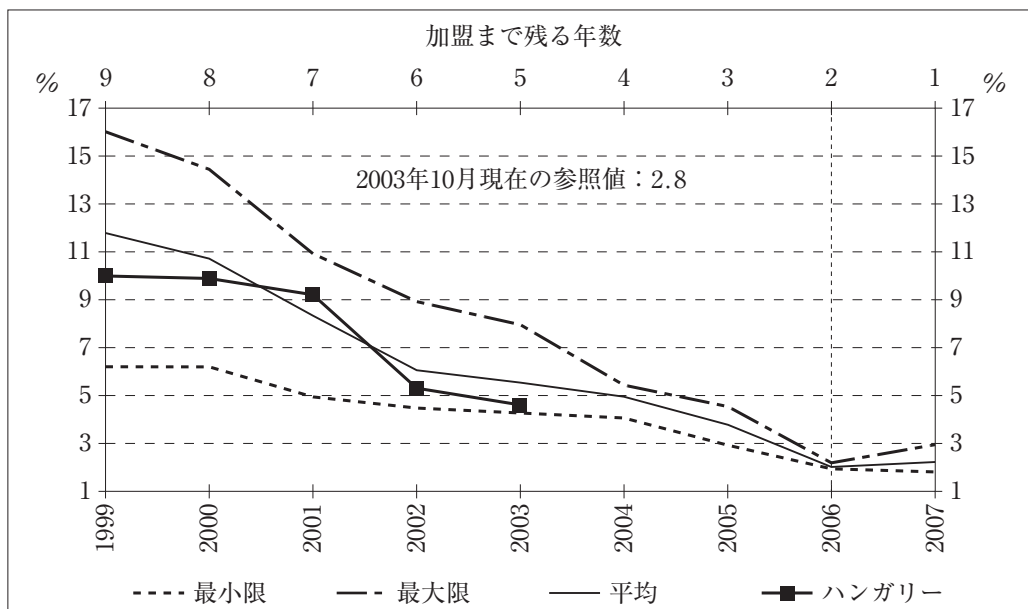
先に述べたとおり、ハンガリーは第1段階を経て、すでに第2段階に入っている。為替のシステムも2001年の政策によってERM2と完全に一致するようになってきており、資本移動も自由化されている。通貨同盟加盟のためにハンガリー政府は2003年に作成したシナリオ⁴⁰⁾では加盟を2008年1月1日をめどにすることが発表された。そしてそのための基準は2006年に満たすべきものである。

マーストリヒト条約は通貨同盟に4つの重要な条件を規定している。それは低いインフレ率、財政赤字の対GDP比率、政府債務の対GDP比率および長期金利の安定性である。インフレ目標と長期金利目標は「変動基準」、すなわち参照年内に最低レベルにある3カ国のインフレ率および金利が基準として設定される。むろん加盟国通貨の安定性も問われる（ERM2制度の受容）ことになる⁴¹⁾。

a) インフレ基準

最優先課題は、インフレおよび為替レートの安定である。

図3 HICP（消費者物価指数）の推移



2006～2007年 参照時間

Kondrát-Wenhardt (2003), p.15

40) 最初のシナリオはたぶん2001年に作成された、A forint útja...というプロジェクトであった。

41) 以下についてはKondrát-Wenhardt (2003) を参照した。

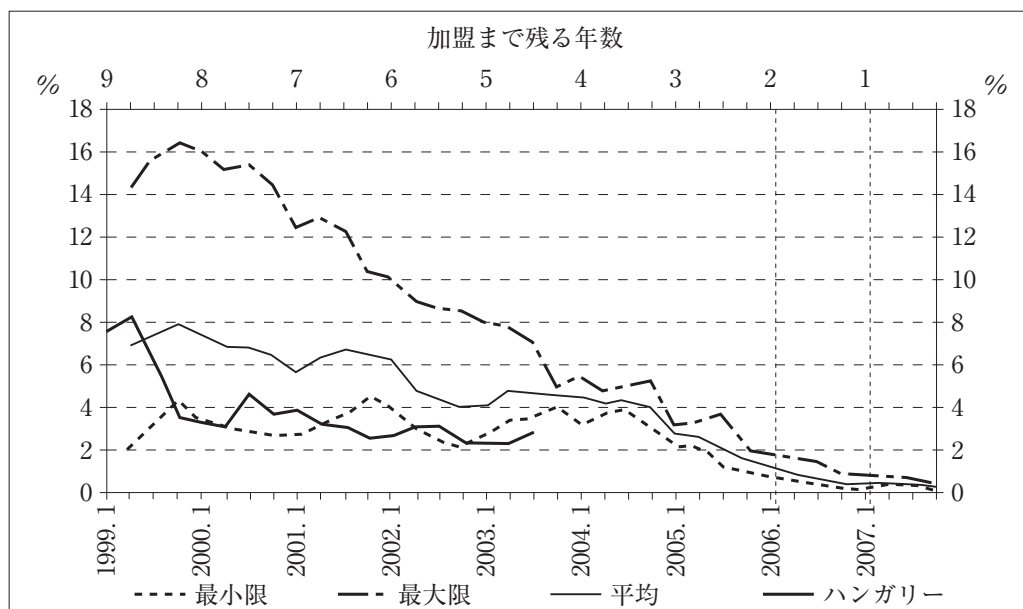
インフレターゲットに関して、マーストリヒト条約は新加盟国の年内インフレ率は最低インフレ3カ国の平均⁴²⁾ レベルを1.5%以上超えないことを定めている。

2001年に公開されたシナリオ⁴³⁾ では、MNBは政府の合意をもとに2001年12月に7%、2002年12月に4.5%のインフレを目標とした。2003年まではインフレの推移はほぼ予定通りであったが、同年の税率上昇のため参照値を超え、2005年の4%目標も現在の参照値(2.8%)を1~1.5%上回る⁴⁴⁾。インフレ目標の達成には財政赤字は重要な役割を果たしている。参照年までに財政赤字の対GDP基準が満たされない場合、対象年内のインフレ目標の達成は難しくなる。逆に、参照年までにインフレ目標が満たされない場合、参照年内の財政赤字の削減は困難となる。

b) 長期金利

マーストリヒト条約は新加盟国の金利が年間最低インフレ3カ国の長期金利を2%を超えて上回らないこととしている⁴⁵⁾。長期金利の場合、10年満期の国債の金利が対象となる。すなわち長期金利の、加盟以前の推移は、市場参加者によるインフレ、財政と安定レートに対する調整行動をしめしている。インフレ率、財政赤字および為替レートに緊急対策をつうじて短期的に影響を与えることは出来るが、基準を長期的に守るためには経済政策をつうじてコミットすることが必要である。

図4 対ドイツマルクの10年満期国債利回りベースの利回りプレミアム（平均四半期利回り）



2006~2007年 参照時間
Kondrát-Wenhardt (2003), p.6

42) 価格指数はEUの共通計算方法を用いる消費者物価指数（Harmonized Indices of Consumer Prices、HICP）であり、平均は算術平均である。

43) A forint útja... (2001)

44) Kondrát-Wenhardt (2003)

45) 参照3カ国金利の算術平均。

ハンガリーでは、1999年から10年満期の国債が発行されている。その金利は順調に低下傾向を示し、2003年末にユーロに対する金利差は当時の南欧加盟諸国の5年前の水準より80～140ポイント低かった。以下のグラフの通り、長期金利について将来的問題はないといえる。

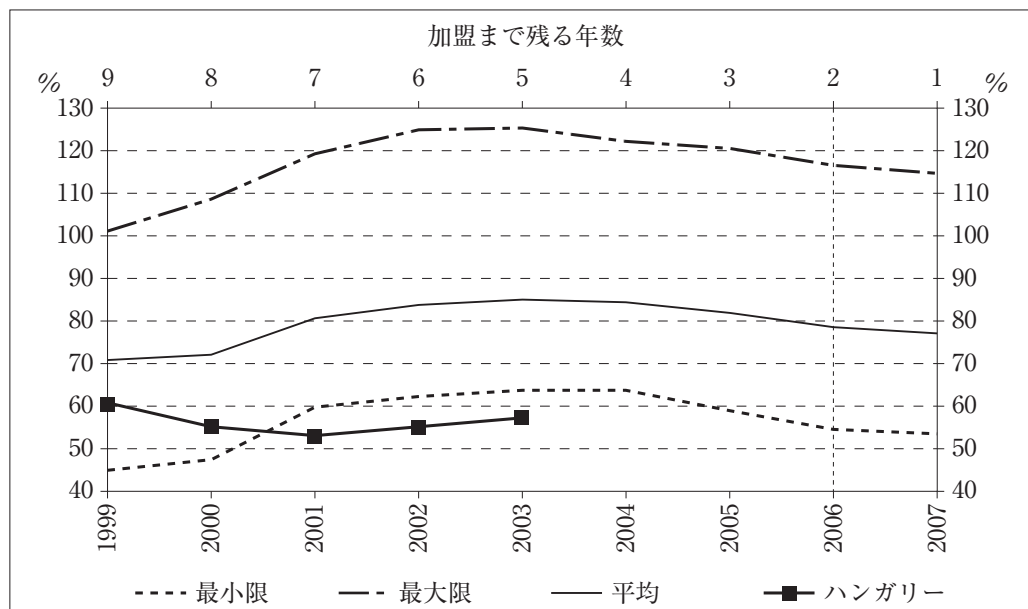
c) 政府債務

マーストリヒト条約は、政府債務の対GDP比率を60%以下に抑えることとしている。この基準は、財政赤字基準とともに共通通貨政策の安定を目標にしている。債務のより大きな国は、通貨政策を守ることが困難となる可能性が大きいからである。またそうした国々は、債務をファイナンスするために新たな国債発行を余儀なくされるから、金利と金利プレミアムを相対的に引き上げることになるのである。結局、ユーロ圏内の財政拡大は、対第三国経常収支の悪化、したがって例えばドルに対するユーロの切り下げ、につながる恐れがあるだろう。

1997年の参照年までにEU諸国の中ではポルトガルのみが政府債務を基準の60%以下に押さえることに成功した。他の国々は参照値に近づく段階的債務削減でユーロ圏に加盟した。

図5から明らかなように、ハンガリーの債務の対GDP比率は2001年以降上昇しつつあるが、2003年末までに推測される57%は依然として基準の60%未満である。(そして他の国々に比較するとハンガリーは30%低いのである。)

図5 政府債務対GDPの推移



2006～2007年 参照時間
Kondrát-Wenhardt (2003), p.9

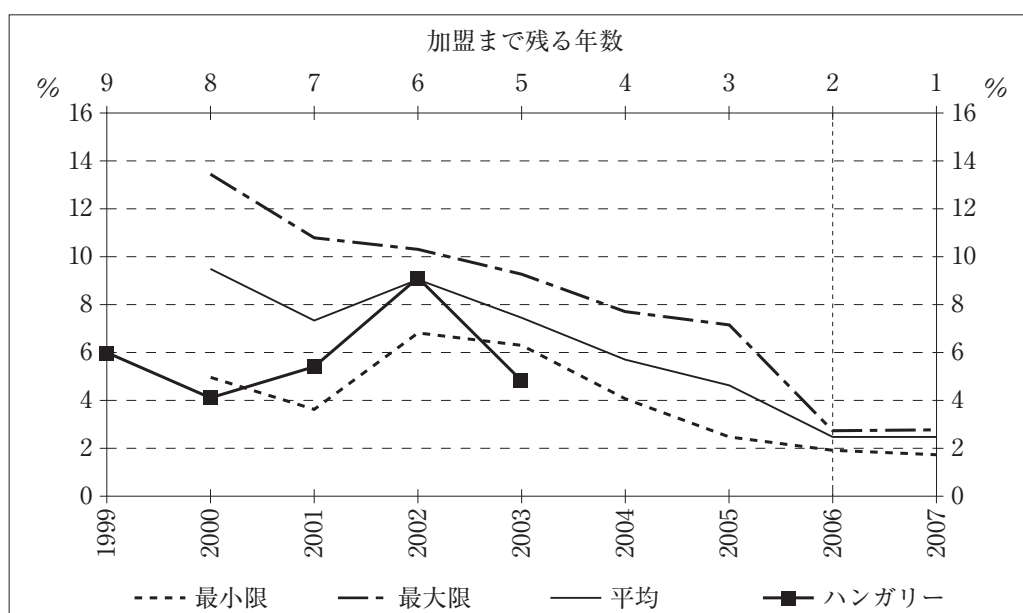
d) 財政赤字

マーストリヒト条約では、年間の（フローの）財政赤字はGDPの3%以内という基準を設定

している。比較対象とする（下記の）国々では、基準までの削減は利子率の調整によって実現できたのである。例えばギリシャ、ポルトガル、イタリアでは加盟前3年間は利子率の下落によって（GDPの2～3％に相当する）財政赤字削減が実現された。しかしハンガリーの場合はそれ程の削減は想定しえない。債務の額および長期金利がより低いレベルにあるからである。

財政赤字削減の課題は、次の3年間に2.2％であり、その中で金利による削減分は0.6％に過ぎない。さらに、歳出側も削減のためにあまり自由ではないが、2004年予算において、政府は歳入をつうじて税収を増加させている。したがって財政赤字削減は図6のグラフのとおりと推測されている。

図6 財政赤字対GDPの推移



2006～2007年 参照時間

Kondrát-Wenhardt (2003), p.12

X. フォリントの動き

フォリントがERM2に入った2001年以降の2年間を振り返ると、フォリント対ユーロのレートは、上下変動があったとしても、一般的にはフォリント高が目立つ。表5によると、為替レートは中心レートから絶えず下方へ（－2％～－14％）すなわちフォリント高への動きを示している。フォリント高については主として次のように考えられる。

a) 学問的なアプローチ

Balassa-Samuelsonの想定をもとにした前述のMNBおよび他の分析⁴⁶⁾によれば、移行期に

46) 例えばKovács (2003), Halpern-Wyplosz (1993)

表5 為替レートの推移

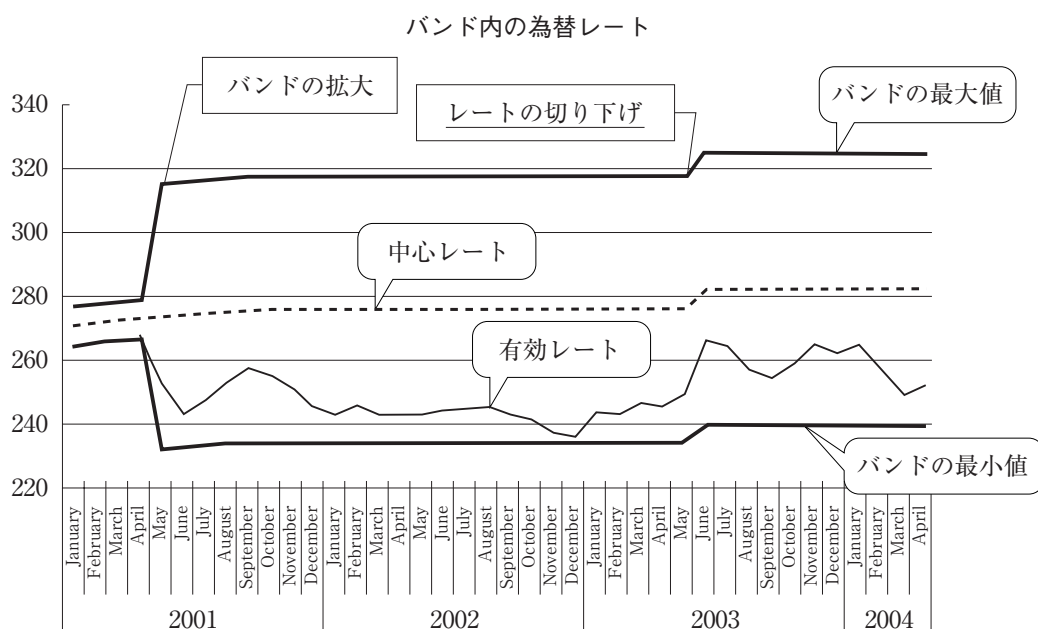
		有効レート	バンドの最小値	中心レート	バンドの最大値	中心レートからの乖離
2001	January	265.01	264.79	270.88	276.98	- 2.17%
	February	265.67	265.55	271.66	277.78	- 2.20%
	March	266.46	266.33	272.46	278.59	- 2.20%
	April	266.97	266.94	273.09	279.23	- 2.24%
	May	258.31	235.78	273.66	311.54	- 5.61%
	June	247.12	233.08	274.21	315.34	- 9.88%
	July	248.97	233.52	274.73	315.94	- 9.38%
	August	251.16	234.01	275.30	316.60	- 8.77%
	September	255.87	234.49	275.87	317.25	- 7.25%
	October	255.46	234.69	276.10	317.52	- 7.47%
	November	251.09	234.69	276.10	317.52	- 9.06%
	December	247.65	234.69	276.10	317.52	- 10.31%
2002	January	243.95	234.69	276.10	317.52	- 11.64%
	February	243.54	234.69	276.10	317.52	- 11.79%
	March	244.71	234.69	276.10	317.52	- 11.37%
	April	242.41	234.69	276.10	317.52	- 12.20%
	May	243.71	234.69	276.10	317.52	- 11.73%
	June	242.69	234.69	276.10	317.52	- 12.10%
	July	246.64	234.69	276.10	317.52	- 10.67%
	August	245.10	234.69	276.10	317.52	- 11.23%
	September	243.88	234.69	276.10	317.52	- 11.67%
	October	243.61	234.69	276.10	317.52	- 11.77%
	November	238.13	234.69	276.10	317.52	- 13.75%
	December	236.14	234.69	276.10	317.52	- 14.47%
2003	January	240.17	234.69	276.10	317.52	- 13.01%
	February	245.09	234.69	276.10	317.52	- 11.23%
	March	245.64	234.69	276.10	317.52	- 11.03%
	April	245.59	234.69	276.10	317.52	- 11.05%
	May	245.90	234.69	276.10	317.52	- 10.94%
	June	261.10	239.21	281.42	323.63	- 7.22%
	July	264.04	240.01	282.36	324.71	- 6.49%
	August	259.64	240.01	282.36	324.71	- 8.05%
	September	255.51	240.01	282.36	324.71	- 9.51%
	October	255.47	240.01	282.36	324.71	- 9.52%
	November	259.41	240.01	282.36	324.71	- 8.13%
	December	264.84	240.01	282.36	324.71	- 6.20%
2004	January	264.60	240.01	282.36	324.71	- 6.29%

実質レートが高くなる（フォリント高）という共通の結論に達した。この体制転換に伴う効果を考慮し、為替政策の方針としてMNBはレートを若干切り下げの方向に設定するとすれば、レートは結局均衡レートに戻ると考えられる。この場合、切り下げによって輸出業者にも十分な刺激が与えられ、国内のインフレが加速する不安も避けられるだろう⁴⁷⁾。

b) シナリオ効果

しかし以上のようなゲーム理論的アプローチではなく、加盟シナリオにおけるインフレターゲットを最優先として、MNBはその達成には、レート切り上げ（フォリント高）に重要な役割を委ねたのである⁴⁸⁾。すなわち一方でレートの切り上げは輸入品価格に直接影響を与え、輸入から発生するインフレを押さえ、他方輸入品と競争する国内製品の価格に間接的な影響を与えることが期待できるであろう⁴⁹⁾。

ユーロ圏加盟資格を得るためには、国内通貨が安定すれば有効であるものと考えられる。±15%のレート変動幅は柔軟な政策のために十分ではないかと思われるが、変動リスクを取らないフォリント高の方が通貨の安定性を確保できる、というのがMNBの裏戦略かもしれない。



続いて為替レートを取り巻く経済環境を簡単にみてみよう。

民営化と国内製品競争力の上昇に重要な役割を果たした外資、直接投資（FDI）の流入は為

47) 筆者の仮定。

48) 「... 決められたインフレターゲットを達成するにはフォリント対ユーロレートが将来的にも優先的な役割を果たしている。」 A forint... (2001), p.49

49) A forint... (2001), p.49

替レートに影響を与えるに違いない。民営化にあたったFDIは2000年までにほぼ終わったものと思われる。2001～2003年には外資系企業の状況は生産コストの上昇とEU加盟のため悪化したのである。コスト面の問題は主に最低賃金の2回にわたる引き上げによる人材費の上昇である。さらに近い将来のEU加盟によって外資系企業に供与された法人税免除などの優遇措置がなくなる。フォリント切り上げも含む環境の悪化に反応して、2002年には外資系企業の撤退が始まっており、企業は生産コストのより低いアジア諸国とくに中国に移動している。世界経済研究所のSzanyi氏は、撤退は政府の政策ミスではなく、当該企業は長期的な意図をもたずに進出し（現地下請け網もなかった）、低コストの新地域の発生によって撤退したものと指摘している⁵⁰⁾。

表6 中欧における直接投資

	流入、 百万EUR			1人当たり 流入、EUR	累積額 百万EUR		1人当たり 累積額EUR
	2002	2003	2004 予想	2003	2002	2003	2003
チェコ	9887	4000	4000	393	37576	41000	4020
ハンガリー	908	-85	1000	-8	29526	28000	2764
ポーランド	4371	3500	3000	92	45739	48000	1257
スロバキア	4260	600	1500	112	8185	9000	1673
スロベニア	1707	150	300	76	3918	4000	2005
新規加盟5カ国	21133	8165	9800	116	124945	130000	1973

Hunya-Stankovsky (2004)

特に、2003年には財政赤字は悪化した。財政の状態は経済の一般評価を通して海外投資家の行動に影響を与える。さらにMNBと大蔵省の間の経済政策調整摩擦が浮上した。経常収支もまた悪化した。財政赤字と経常収支赤字という「双子の赤字」のため実質為替レートの切り下げは避けられないであろう⁵¹⁾。

2003年内の為替変動と金利調整における対立する政府の政策によって海外投資家も戸惑ってしまったように思われる。同年1月には、1年ぶりに10%以上⁵²⁾のフォリント高が続いた。その原因である外資の流入にブレーキをかけるためにMNBは1月16日に金利を8.5%から6.5%に引き下げた。しかし投資家は通貨切り上げを想定し、切り上げに向けて投機を行った⁵³⁾。そ

50) Szanyi (2003)

51) 生産性、財政赤字と経常収支は実質レートの決定的な要因である。双子の赤字はハンガリーで顕在化し、さらに悪化するとハンガリーだけでなくポーランドとチェコにもレートの速やかな切り下げが必要となるとDufrenot-Égert (2004) 指摘する。

52) 中心レートから強い側への偏差。

53) 一番の投機家がGP Morganであった。(Csökkent... 2003)

のときMNBは大幅な、53億ユーロの買い介入で⁵⁴⁾ 投機に歯止めをかけ、フォリントを救済した⁵⁵⁾。数ヶ月間レートは約245HUF/EURレベルで留まったが、5月になると突然切り下げに向かって動き始めた。経済成長率の落ち込み、双子の赤字の拡大に反応して、アメリカとイギリスの投機家は今回フォリント切り下げに投機を行い、ユーロを買ってフォリントと国債を売ったのである⁵⁶⁾。新たな投機にブレーキをかけるため、政府とMNBは緊急会議を開いて変動幅の中心値をフォリント安に変更することを決めた。また補助金の規模を760億フォリント削減することを決定した⁵⁷⁾。この切り下げは、興味深いことに、市場レートが連続して中心レートより低い（-11%）水準に行なわれたのである。同月にはMNBの新たな金利の引き上げ（6.5%から7.5%に）はすべての市場参加者を驚愕させた。専門家の評価によれば、真っ向から対立する政策の意味は説明し難い。レート切り下げの目的が競争力の維持であれば、なぜ今減速しつつある経済で高金利政策をとるのか。MNBの発表では、2003年末の4.5%と翌年末の3.5%のインフレ水準を守ることが政策の目標であった⁵⁸⁾。さらに、輸出業者の希望レートは260～270HUF/EURであるのに対して、MNBはインフレを念頭におき、250HUFを目指していた。多くの批判を受け、6月末にMNB総裁Járai氏は切り下げのタイミングが悪かったと反省の弁を述べた⁵⁹⁾。11月末に通貨の弱体化に反応し、MNBはインフレ発生を抑える目的で金利を再び12%に引き上げた。

そうしたフォリントの動向とMNBの行動について、豊富な経験を持つMNB元総裁Fekete氏の評価が非常に参考になる⁶⁰⁾。20年前の西側では、インフレは最大の敵と見なされたが、現在、インフレ率は非常に低い水準に抑え込まれている。「世界経済からの影響を受けて、国内インフレも消えてしまう」とFekete氏はいう。金利については、「完全な資本移動の自由化で国境を超える資本の出入りが自由になった。他の地域の金利が1～2%だとすると、国内の金利が10%では無理である。膨大な資本が流入する、いわゆるホット・マネーだ。それはまったく要らなかったものだ。それによってフォリントのレートが実質より高くなり、経済に厳しくブレーキがかけられた。輸出業者が泣いている… どんな国でも金利が下げられれば、ハンガリーでは上げられる。他の国では通貨が切り下げられれば、ハンガリーでは切り上がる。」政府債務の対GDP比率を抑えるのも重要であるが、ハンガリーの場合、この指数は基準の60%以下にあるので、大きな問題ではない、とFekete氏は主張する。

54) Barabás (2003) フォリント高傾向は2002年10月から現れた。驚くべきことに、そのきっかけは10月19日のアイルランドのEU加盟における住民投票であった。他の新規加盟国加盟時点も発表されたことによってハンガリー向け投資のリスクが大幅に減少した。その結果10月19日以降2ヶ月間14億ユーロが流入した。翌年1月15日まで投機的資本の大量流入は起きなかった。

55) Visszavérték... (2003)

56) Zuhant... (2003)

57) Módosították... (2003)

58) Leértékelés után... (2003)

59) Már minden... (2003)

60) Fáj... (2003)

XI. おわりに

ハンガリーは、銀行制度をシステム転換の1990年以前に、既に1987年から変更しており、西側の一般的な二層バンキング・システムを導入して、直接企業向け業務を果たす商業銀行網を作り出した。1990年以降は思い切って銀行制度の本質を改善する法律を発効させ、不良債権処理に取り組んだ。西側と比較できるレベルまで高度化した銀行制度を、1995年以降は外資をつうじて民営化し⁶¹⁾、海外投資家にとって好都合なビジネス環境が形成されることになった。その結果1990年代末までに中欧諸国の中で、ハンガリーの投資における魅力は最も高く、海外からの対中欧向けFDIの大部分はハンガリーに流入した。

2001年からハンガリーはEU通貨システム加盟への路線を本格化し、加盟のシナリオを作成した。同年に形式的にEUの共通通貨システム、ERM2を受け入れ、ゾーン変動相場制を導入した。通貨（硬貨、札）とは小さなものであるが、その裏側には経済全体の働きが潜んでいる。したがって、ハンガリーがEUの共通通貨を受け入れるためには、システム転換の自由化ユーフォリアで想像できなかった非常に複雑な経済政策の協調という大問題に取り組まねばならない。インフレ・ターゲットをどう達成するか、財政赤字削減と為替レートの安定をどう調整するかが重要な課題である。2003年に発生した財政不均衡を是正するには思ったより時間がかかるので、2004年5月に発表された最新経済政策によると、ユーロの導入が期待できるのは2010年である⁶²⁾。

移行危機を経て、ハンガリー経済は4%前後の安定成長軌道に乗ってきており、政策協調に若干の不備が発生しても、ユーロ導入は予定通りの道筋をたどっていくことと予想される。

参考文献

- 福田敏浩（2002）「中欧の銀行制度改革、ハンガリーのケース」『彦根論叢』12, pp.1～20.
A forint útja az euróhoz（2001）（フォリントのユーロへの道）、MNB、November
Az EU-csatlakozás középtávú gazdasági-társadalmi hatásai Magyarországra（EU加盟のハンガリー経済社会における中期的な効果）、GKI Gazdaságkutató Rt, Kopint-Datorg Rt, Társadalomkutató Intézet Rt, 2003年2月
 Bakos, Gabor（1994）：“Hungarian Transition after Three Years”, *Europe-Asia Studies*, 7, pp.1189～1214.
 Bakos, Gabor（2001）：“Privatizing and liberalizing electricity, the case of Hungary”, *Energy Policy*, November (29), pp.1119～1132.
 Balassa, Ákos（1996）：*A magyar bankrendszer konszolidációja és jelenlegi helyzete*（ハンガリー銀行制度の正常化と現状）MNB Műhelytanulmányok 10, MNB
 Balassa, Bela（1964）：“The Purchasing-Power-Parity Doctrine：A Reappraisal”, *Journal of Political Economy*, Vol.72（December）
 Barabás, Gyula（ed.）（2003）：*Coping with the Speculative Attack against the Forint's Band*, MNB Háttér tanulmányok, 3

61) 同1995年からエネルギーセクターの外資による民営化もスタートした。詳しくは：Bakos（2001）

62) Római-Várkonyi

- Baranya, Pál (2001): “A bankkonszolidáció mai szemmel” (現在から見た銀行の整理), <http://puska.hu/upload/A%20bankkonszolidacio%20>
- Black, S.W (1994): “On the Concept and Usefulness of the Equilibrium Rate of Exchange”, in: Williamson (ed.): *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Csajbók, Attila-Csermely, Ágnes (eds.) (2002): *Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése* (ユーロ導入のメリット、コストとタイミング), MNB Műhelytanulmányok
- “Csökkent az alapkamat, zuhant a forint” (ベース金利の下落、フォリントの墜落), Népszabadság, 2003.1.17.
- De Broeck, M.- Sloeck, T. (2001): “Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Economies”, *IMF Working Paper* 01/56
- Dufrenot, Gilles-Égert, Balázs (2004): “Real Exchange Rates in Central and Eastern Europe: What Scope for the Underlying Fundamentals?”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 発表予定
- Emerson, M., Gros, D., Italianer, A., Pisani-Ferry, J., Reichenbach, H. (1992): *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, Oxford University Press
- “Fáj, hogy nem segíthetek” (助けられないのは心苦しい), Népszabadság, 2003.9.6.
- Frankel, Jeffrey A.-Rose, Andrew K. (2002): “Estimating the Effects of Currency Unions and Trade and Output”, *NBER Working Paper* No.7857
- Halpern, László-Wyplosz, Charles (1997): “Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies”, *IMF Staff Papers* 44/4
- Halpern, László-Wyplosz, Charles (2001): “Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection”, United Nations Economic Commission for Europe, Geneva, United Nations, September
- Hunya, Gabor-Stankovsky, Jan (2004): *Foreign Direct Investment in Central Eastern Europe with Special Attention to Austrian FDI Activities in this Region*, WIFO, February
- Jakab, M.Zoltán-Szapáry, György (1998): *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon* (ハンガリーのクローリング・ベッグにおける経験), MNB Füzetek, 6
- Jakab, M.Zoltán-Kovács M.A. (2002): *Magyarország a NIGEM modellben* (ハンガリーにおけるNIGEMモデリング), MNB Füzetek, 3
- Kondrát, Zsolt-Wenhardt, Tamás (2003): *Hol áll Magyarország a konvergencia-kritériumok teljesítésében 2003 végén a nemzetközi tapasztalatok tükrében?* (国際経験と比較してハンガリーは収斂基準を2003年末までどう満たしたか?), MNB, Műhelytanulmányok, 11
- Kornai, János (1993): “Transzformációs visszaesés” (移行危機), *Közgazdasági Szemle*, 7-8, pp.569-599
- Kovács, Mihály András (2003): *Az egyensúlyi reálárfolyam Magyarországon* (ハンガリーにおける均衡実質レート), MNB Hátértanulmányok, 3
- Langmár, Ferenc-Papp, Emilia (2003): “Körhitel” (三角債), <http://www.mancs.hu/legfrissebb.tdp-azon=9637nagyit.htm>
- Mérő, Katalin-Valentinyi, Marianna Endrész (2003): *The Role of Foreign Banks in Five Central and Eastern European Countries*, MNB Working Paper, 10
- “Leértékelés után kamatemelés” (切り下げ後金利上げ), Népszabadság, 2003.6.11.
- “Már minden a forintot gyengíti” (なんでもフォリントを弱体化), Népszabadság, 2003.6.27.
- “Módosították a forint ingadozási sávját” (フォリント変動幅が変更された), Népszabadság, 2003.6.4.
- Rimaszombati, Edit (2003): “Évtizedek, interjú Pulai Miklóssal” (数十年間、M.Pulaiのインタビュー), *Bank és tőzsde*, 9月号
- Római, Róbert-Várkonyi, Iván: “Lassú búcsú a forinttól” (フォリントに遅い別れ), Népszabadság, 2004.5.14.
- Rose, Andrew K. (2000): “One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy* 30
- Rose, Andrew K. (2002): “The Effect of Common Currencies on International Trade: A Meta-Analysis”, UCLA
- Rose, Andrew K.-van Wincoop, Eric (2001): “National Money as a Barrier to International Trade: The Real

- Case for Currency Union”, *American Economic Review*, Vol.91 (2)
- Sachs, Jeffrey D. (1996) : “Economic Transition and the Exchange Rate Regime”, *American Economic Review*, Papers and Proceedings 86, 2, May pp.147-152
- Samuelson, Paul (1964) : “Theoretical Notes on Trade Problems”, *Review of Economics and Statistics*, Vol.46 (March)
- Szanyi, Miklós (2003) : “An FDI-based Development Model for Hungary-New Challenges?”, Institute for World Economics, *Working Paper*, December
- Szapáry, György (2001) : *Banking Sector Reform in Hungary: Lessons Learned, Current Trends and Prospects*, NBH Working Paper , 5
- Tarafás, Imre (1995) : “Monetáris politika-eszközök és feltételek” (金融政策、その手段と条件) *Közgazdasági Szemle*, 11. pp.1024~1043.
- Tarafás, Imre (2001) : *Bankreform és monetáris politika Magyarországon 1987-2000* (ハンガリーの銀行改革と金融政策1987~2000), Aula , Budapest
- “Visszaverték a forint elleni támadást” (対フォリント攻撃に反撃), *Népszabadság*, 2003.1.18.
- “Zuhant a forint” (フォリント墜落), *Népszabadság*, 2003.5.30.